

Evidencia Internacional sobre la relación entre la regulación de transferencias y los beneficios privados del control¹

Patricia Jurfest² y Julio Riutort³

Abril 2015

Resumen

En este trabajo analizamos la evolución de la regulación de cambios de control en Europa y estudiamos como el movimiento desde sistemas basados en la regla de mercado a sistemas con reglas de igualdad de oportunidades va de la mano de una caída en los beneficios privados del control. Estimamos los beneficios privados del control siguiendo la metodología propuesta en Jurfest, Paredes y Riutort (2015) para una muestra de transacciones de cambio de control de empresas de 14 países de Europa en el periodo 1985-2014 y encontramos que los beneficios privados del control han caído aproximadamente en un 4% del valor del patrimonio después de la implementación de reglas de igualdad de oportunidades.

Palabras clave: Tender offers; Premios por control; Beneficios privados del control; Regla de igualdad de oportunidades; Regla de mercado.

Clasificación JEL: G18, G34, G38.

¹ Los autores agradecen el apoyo financiero entregado por el Centro de Gobierno Corporativo – UC a través de su programa de fondos concursables.

² Escuela de Ingeniería, Pontificia Universidad Católica de Chile, jjurfest@uc.cl

³ Escuela de Negocios, Universidad Adolfo Ibáñez, julio.riutort@uai.cl

1. Introducción

La regulación de las adquisiciones corporativas es uno de los mecanismos para la implementación de políticas de buen gobierno que restrinjan la extracción de beneficios privados del control (BPC) protegiendo los intereses de los accionistas. La evidencia encontrada sugiere que el valor del control está fuertemente relacionado con el ambiente legal del país y en particular con las reglas que protegen a los accionistas minoritarios de la expropiación por parte de los accionistas controladores. Mientras menor sea la protección, mayores son los premios pagados por el control de una compañía. Es por esto que estos premios se consideran *proxys* de la calidad de gobierno corporativo de un país (Nenova, 2003, 2006, 2006a; Dyck y Zingales, 2004) y reflejo de los BPC que los accionistas controladores esperan extraer de los accionistas minoritarios a través del *self-dealing*⁴.

Existen dos principales sistemas de regulación de las tomas de control: la regla de mercado (MR, en adelante) y la regla de igualdad de oportunidad (EOR, en adelante). Bajo la MR, que también se conceptúa como la ausencia de una regulación, se permite que las transferencias del control se ejecuten bajo una negociación privada entre comprador y vendedor, sin la participación de los accionistas minoritarios, esta es la regla que impera actualmente en los Estados Unidos. Bajo un sistema EOR, los accionistas minoritarios participan en la transferencia del control en los mismos términos que los controladores. La versión más exigente de la EOR es la regla de oferta mandatoria (MBR, en adelante) la cual requiere lanzar una oferta pública de adquisición (OPA) dirigida a todos los accionistas cuando una persona a través de la adquisición de un paquete de acciones haya traspasado cierto umbral que se supone otorga el control, la MBR ha sido implementada en todos los países miembros de la Unión Europea (UE, en adelante).

En el año 2004, la UE aprobó la “XIII Directiva en torno a Ofertas Públicas de Adquisición”⁵, (*Directive 2004/25/EC on Takeovers Bids*), en adelante *La Directiva*, que convirtió a la MBR en un mecanismo compulsorio en la regulación de las adquisiciones de control en los países

⁴ Por ejemplo, a través de transacciones con personas o empresas relacionadas, el desvío de oportunidades corporativas a otros negocios del controlador, aunque también existen otro tipo de beneficios no pecuniarios que no dañan a los accionistas minoritarios, como los provenientes de sinergias, o los beneficios psíquicos y el status social que resultan del control.

⁵ Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids, OJ L 142/12 of 30.03.2004, p.38. Disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/company/official/index_en.htm

miembros de la UE⁶. Al año 2007 la MBR había sido implementada en todos los estados miembros. Sin embargo; la mayoría de los países europeos habían adoptado alguna forma de la MBR antes de que fuera requerido por La Directiva (Berglöf y Burkart, 2003; Skog, 1995 Venturozzo, 2013, entre otros).

Bebchuk (1994) arguye que la MBR es superior a la MR en excluir transferencias de control ineficientes, pero es inferior en facilitar las transferencias eficientes. Burkart et al. (2000) sugieren que los tenedores de bloques de acciones extraerán menores beneficios privados si su tenencia es más grande porque internalizan en un mayor grado la ineficiencia que generan. La MBR obliga a un oferente a adquirir una gran participación en la empresa objetivo respecto a la MR. Dado el actual debate en torno a la MBR suscitado principalmente después de la aplicación de La Directiva, este artículo contribuye a testear empíricamente el argumento de Burkart et al. (2000), respondiendo la siguiente pregunta: ¿contribuye la MBR a disminuir los beneficios privados del control? Nuestra hipótesis es que los beneficios privados de las firmas *target* serían menores después de la adopción de la MBR.

Para identificar el efecto causal de la regla sobre los beneficios privados del control usamos la adopción escalonada de la MBR y el hecho de que algunos países, como Holanda, y en cierta medida, Alemania, que adoptó la regla en miras a la implementación de La Directiva, se vieron forzados a hacer dichos cambios; mientras otros, los hicieron en respuesta a eventos de tomas de control que se consideraron en su momento controvertidos. La muestra incluye 190 transacciones de cambio de control entre 1985 y 2014 de empresas de 14 países europeos que han implementado la MBR. Comparamos las diferencias en los BPC en las transacciones que ocurrieron antes y después de la adopción de la MBR y testeamos si el valor de los BPC de las firmas objetivo es menor después de la implementación de la MBR. Nuestros resultados indican que la adopción de la MBR ha ido acompañada de una caída de los BPC del orden del 4% del patrimonio.

Un elemento clave en cualquier estudio sobre los beneficios privados del control requiere su medición o estimación. En el presente estudio aplicamos la generalización del modelo del SBP

⁶ Además, La Directiva establece, *inter alia*, disposiciones opcionales para prevenir operaciones que podrían frustrar la oferta (como la neutralidad del directorio y la regla de break-through), y ciertos derechos de los accionistas que pueden surgir al término de la OPA, como la venta forzosa (*right to squeeze-out*) y compra forzosa (*right to sell-out*).

desarrollada en Jurfest, Paredes, Riutort (2015) que nos permite estimar beneficios privados en negociaciones privadas (como en el modelo original de Barclay y Holderness, 1989 y Dyck y Zingales, 2004) y extender su aplicación en forma consistente a las ofertas públicas de adquisición, bajo supuestos flexibles sobre el poder de negociación del vendedor.

El resto del artículo está organizado como sigue: la Sección 2 presenta la revisión de la literatura relevante; la Sección 3 resume la regulación del mercado del control en la Unión Europea; la Sección 4 presenta nuestra metodología para estimar los beneficios privados del control; la Sección 5 describe la estrategia empírica y presenta los resultados. Finalmente la Sección 6 concluye.

2. Literatura Relacionada

Este trabajo está directamente relacionado con la literatura en gobierno corporativo que mide las variaciones en los beneficios privados del control entre países. Nenova (2003) estudia 661 firmas con acciones duales listadas en 18 países, durante 1997, encontrando que el ambiente legal, aplicación de la ley, regulaciones de adquisiciones, y concentración de la propiedad, explican un 68% de las diferencias entre países en los premios por control. Dyck y Zingales (2004), usando 393 ventas de bloques controladores en negociaciones privadas, en 39 países, concluye que los mayores beneficios privados del control están asociados con mercados de capitales menos desarrollados, propiedad más concentrada y privatizaciones negociadas en forma privada. Encuentran evidencia tanto de mecanismos legales (protección a los accionistas minoritarios) como extralegales (existencia de una prensa independiente y cumplimiento tributario) para limitar los beneficios privados del control.

Al analizar las leyes que regulan las adquisiciones corporativas en 50 países, Nenova (2006) concluye que los países más ricos están asociados a mejores reglas pro minoritarios durante los cambios de control; que los países con protecciones a los inversionistas más estrictas durante los *takeovers* son también aquellos con mercados de capitales más grandes; y que leyes de adquisiciones más duras disminuyen los premios por control, sin desalentar las adquisiciones corporativas.

Otros estudios analizan cambios legales en mercados específicos, tal es el caso de Nenova (2006a) y Carvalhal da Silva y Subrahmanyam (2007) que documentan cambios en los premios por control de acciones duales en el mercado brasileño en torno a la revocación de la regla de

ofertas públicas obligatorias en el año 1997 y en la posterior reintegración, en 1999, de algunas normas de protección de la minoría descartadas anteriormente. Jurfest, Paredes y Riutort (2015) documenta una significativa disminución en los premios por control en Chile después de la introducción de la Ley de OPAs en el 2000.

La importancia de los beneficios privados del control en la modelación de las transferencias del control corporativo ha sido enfatizada en la literatura primeramente por Grossman y Hart (1980, 1988), Bradley (1980), Harris y Raviv (1988), Shleifer and Vishny (1986); y más recientemente por Kahan (1993), Bebchuk (1994), Chowdhry y Jedadeesh (1994), Burkart et al. (1998, 2000), Burkart y Gromb (2014), entre otros. Modelos teóricos como Kahan (1993) y Bebchuk (1994), comparan la MR con la EOR, suponiendo la existencia de un accionista mayoritario. Su análisis muestra que la MR permite que ocurran transferencias ineficientes debido a que el control podría pasar a un potencial comprador menos hábil que el incumbente para incrementar el valor de la empresa pero más hábil para extraer beneficios privados, mientras la EOR si bien no permite transferencias ineficientes, tiene el potencial de bloquear transferencias eficientes. La potencial ocurrencia de transferencias ineficientes bajo la MR se debe a que las partes no internalizan las externalidades negativas para los pequeños accionistas.

Burkart, Gromb y Panunzi (2000) sugieren que la EOR comparada a una negociación privada, lleva a una mayor concentración, derivando en una mayor internalización de los costos de extracción, que detiene o al menos limita la extracción de beneficios privados. Para Burkart y Lee (2008) hay un *tradeoff* entre la mayor protección a los accionistas minoritarios que brinda la EOR y la menor actividad en el mercado del control corporativo, con el potencial atrincheramiento de las estructuras de control existentes. Papadopoulos (2007) sugiere que en la práctica, es imposible establecer ex-ante si los premios que se traspasan a los minoritarios compensan los efectos adversos de la EOR sobre la actividad del mercado del control y la disciplina de los ejecutivos.

Respecto a la estimación empírica de los BPC, la literatura usa dos metodologías principales: i) el *Voting Premium*, que se focaliza en firmas con múltiples clases de acciones e infiere el valor del control a partir de la diferencia entre los precios de mercado de acciones con distintos derechos de voto (Lease et al., 1983; Zingales, 1994; Cox y Roden, 2002; Nenova, 2003; Doidge, 2004, entre otros); y ii) el *Block Premium*, que infiere los beneficios privados netos del control a partir de la diferencia entre el precio pagado por el bloque de acciones que confiere el control y

el precio de mercado después del anuncio de la transacción. Este fue aplicado por Barclay y Holderness (1989) en el mercado estadounidense y por Dyck y Zingales (2004), estos últimos extendieron el modelo para que considere el poder de negociación relativo del vendedor.

Este segundo modelo ha sido extendido entre otros, por Nicodano y Sembenelli (2004) que incorporan al modelo del *Block Premium* la ponderación del tamaño del bloque en función de su poder estratégico; Massari, Monge y Zanetti (2006) que lo extienden a un contexto de *tender offer* regulados bajo una MBR, suponiendo implícitamente que el vendedor tiene todo el poder de negociación; Burkart, Gromb y Panunzi (2000) que estima el *Block Premium* a través de un modelo estructural; y Jurfest, Paredes y Riutort (2015) que extienden el modelo a un contexto de ofertas públicas totales (MBR) y parciales a prorrata, bajo supuestos flexibles sobre el poder de negociación del vendedor.

Un problema común a los enfoques del *Voting* y del *Block Premium* es que sus estimaciones solamente capturan el valor de los beneficios privados transferibles, ya que ambas usan la información de los precios de las acciones transadas, y podrían por lo tanto subestimar los beneficios privados cuando existen grandes beneficios no monetarios específicos al incumbente controlador y/o si es menos probable que las firmas en las cuales los accionistas pueden extraer grandes beneficios privados del control experimenten cambios de control, en este caso, tales firmas estarán sub-representadas en la muestra (Adams y Ferreira, 2008, p.79). En suma, los problemas de selección sugieren que las estimaciones empíricas de los beneficios privados del control son mejor interpretados como límites inferiores de los verdaderos beneficios privados.

En el caso específico de algunos países de la Unión Europea, Nenova (2003) utilizando el método del *Voting Premium*, encuentra que el valor promedio de los votos de control (como porcentaje del valor de la firma) durante 1997 era de: 9,50% en Alemania (mediana de 4,93%), 0,84% en Dinamarca (mediana de 0,29%), -5,03% en Finlandia (mediana de 0,52 %), 28,05% en Francia (mediana de 27,47%), 29,36% en Italia (mediana de 29,93%), 1,04% en Suecia (mediana de 0,43%) y 9,57% en el Reino Unido (mediana de 7,21%). Francia e Italia se encuentran entre los países con la media más alta (junto a Brasil, Chile y México en Latinoamérica), mientras los países escandinavos y anglosajones tienen un *voting premium* por debajo del 10% (ver Nenova, 2003, p.334).

Usando el enfoque el *Block Premium*, Dyck y Zingales (2004) reporta beneficios privados

promedio del control (como porcentaje del valor del patrimonio) durante el periodo 1990 a 2000, del orden de 10% en Alemania (mediana de 11%), 8% en Dinamarca (mediana de 4%), en Finlandia 2% (mediana de 1%), 2% en Francia (mediana de 1%), 37% en Italia (mediana de 16%), 7% en Suecia (mediana de 3%) , 1% en el Reino Unido (mediana de 0%). Mientras los BPC promedio para la muestra total de 39 países son de 14% (mediana de 11%) (ver Dyck y Zingales, 2004, p.551). Al comparar estos datos con los de Nenova (2003), se aprecia que Italia se sitúa en ambos casos dentro de los países con mayores beneficios privados, y los países escandinavos y anglosajones permanecen dentro de los más bajos. En el caso de Francia las estimaciones difieren radicalmente⁷.

En relación a las variables explicativas de los premios por control, los estudios generalmente encuentran que los premios tienden a ser más bajos cuando el target tiene sus acciones *cross-listed* en los Estados Unidos (Dyck y Zingales, 2004; Benos y Weisbach, 2004; Doidge, Karolyi, Lins, Miller y Stulz, 2004); cuando la empresa objetivo está en dificultades financieras (Barclay y Holderness, 1989; Dyck y Zingales, 2004), y cuando la empresa objetivo tiene activos más tangibles (Albuquerque y Schroth, 2010, Dyck y Zingales, 2004). Adicionalmente, los estudios encuentran que los premios tienden a ser mayores cuando la empresa objetivo mantiene mayores niveles de caja (Barclay y Holderness, 1989; Albuquerque y Schroth, 2010).

3. Regulación de las adquisiciones del control en la UE

La Tabla 1 presenta un resumen del proceso de adopción de la MBR en 14 países miembros de la UE más Suiza, partiendo del periodo en que los *takeovers* estaban regulados por disposiciones de tipo voluntario (*soft laws*) emanadas por las propias bolsas de valores o comisiones bancarias, pasando por el periodo pre-Directiva, donde varios países incluyeron dentro de sus códigos legales la MBR, hasta el periodo actual o post-Directiva, en el cual la MBR ha sido implementada en todos los países miembros de la UE. A continuación describimos los aspectos más relevantes de este largo proceso de regulación de las tomas de control en la Unión Europea.

⁷ Dyck y Zingales señalan que las estimaciones de Nenova son más altas en países donde las acciones duales son menos comunes. El estudio de Nenova considera solamente 7 acciones duales en Francia, versus otros países como el Reino Unido con 27 acciones duales, Italia con 62, entre otros.

3.1. Análisis retrospectivo de la adopción de la MBR

La MBR tuvo su origen en el Reino Unido. En 1968, el *Bank of England* introdujo el *City Code On Takeover and Mergers* (el Código) como una respuesta a los abusos percibidos en el mercado doméstico del control. El Código fue diseñado para alcanzar dos objetivos: tratamiento igualitario a los accionistas, y la no frustración de las tomas de control por parte de los directorios de las firmas objetivo, y estructurado en la forma de principios generales, explicados a través de reglas (Grant et al., 2009, p.4).

Hasta 1980 el Reino Unido era el único país dentro de la Unión Europea que regulaba estrictamente la MBR a través del Código. Esta medida no fue inmediatamente introducida por el Código en 1968, sino en 1972 en respuesta a una adquisición defensiva de acciones por los accionistas de una corporación que fue blanco de dos ofertas rivales. En reacción a este evento, el *Takeover Panel*, el organismo auto regulado que administra las reglas de adquisición, requirió que cualquier oferente que comprara cuarenta por ciento o más de las acciones de una corporación, debería lanzar una OPA por todas las acciones en circulación. En 1974 este umbral fue bajado del 40% al actual treinta por ciento (Venturozzo, 2013, p.145).

El Código establece que el precio mínimo al cual se debe lanzar la OPA no debe ser menor que el precio más alto pagado por el oferente o cualquier persona con la que actúe concertadamente durante los doce meses previos al anuncio de la oferta. El año 2006 el Reino Unido transpuso La Directiva sobre tomas de control dentro de las leyes de adquisiciones nacionales, manteniendo el umbral de 30% y la definición de precio mínimo de la oferta.

En la mayoría de los países de Europa Continental durante la primera parte de los 1980s, las adquisiciones de control eran todavía un evento raro y no se pensaba que una legislación de las mismas fuese necesaria. Las adquisiciones ocurrían a través de una negociación privada entre el adquirente y el *management* de la compañía objetivo y las transacciones se llevaban a cabo fuera del mercado bursátil. A medida que se incrementó la actividad de adquisiciones corporativas durante la segunda mitad de los 80, otros países comenzaron a adoptar la MBR teniendo como *benchmark* al *City Code*. Primero, la mayoría de los estados miembros adoptaron códigos voluntarios y solamente después, principalmente a mediados de la década de los 90, optaron por reglas obligatorias (Berglöf y Burkart, 2003). A fines de los años 90 hubo una nueva ola de

reformas en respuesta a la quinta ola de tomas de control, donde un tercio de estas fueron *cross-border* (Goergen et. al., 2005, p. 258)

Un incremento gradual en el número de compañías adquiridas o que se intentaron adquirir a través de ofertas públicas durante los años 80, llevaron a Francia en 1989 a adoptar una ley especial sobre seguridad y transparencia de los mercados financieros como también a reformar su regulación del mercado de valores (Loi 89-531). De acuerdo a las nuevas reglas, una oferta mandatoria se activaría si el comprador superase el umbral de 1/3 de los derechos de voto de la firma objetivo (Skog, 1995, p. 12; Venturozzo, 2013, p.145); sin embargo, en contraste al Reino Unido, el adquirente no estaba obligado a extender la oferta a todos los accionistas remanentes, sino solamente a un mínimo de 2/3 de las acciones. Fue en mayo de 1992, cuando la MBR fue extendida al cien por ciento de las acciones (Skog, 1995, p.12) y se introdujo la regla del mejor precio, requiriendo que el precio de la oferta sea como mínimo tan alto como el mayor precio pagado por el oferente en la transacción que dio lugar al requerimiento de la OPA (Venturozzo, 2013, p.145).

En Austria, desde 1999, el Estatuto de *Takeovers (Übernahmegesetz)* estableció que cualquier entidad que obtenga un interés controlador en una sociedad debe lanzar una oferta por todas las acciones remanentes, a un precio no menor que el promedio del mercado sobre el periodo de seis meses precedentes a la adquisición del interés controlador, y en cualquier caso, no menor que 15% por debajo del precio más alto pagado por el comprador en los 12 meses que preceden al evento que gatilla la OPA. El estatuto proveyó una presunción rebatible que mantener un 30% de participación representa un interés controlador (Venturozzo, 2013, pp.145-146).

Otro país europeo que introdujo tempranamente disposiciones sobre las OPAS fue Bélgica. A mediados de los 60s, la Comisión Bancaria Belga, *Commision Bancaire*, estableció un conjunto de reglas que dictaban el procedimiento de las OPAS y los requerimientos de información del oferente. En 1989, a raíz de una oferta de adquisición controvertida⁸, un conjunto comprensivo de reglas fue introducido en la legislación, se prohibieron las ofertas parciales donde el adquirente quedara con más del 10% de la compañía y se introdujo la exigencia de la MBR cuando se obtuviera el “control”, a través de cualquier medio distinto de una oferta pública, pagando un premio por sobre el precio de mercado corriente (Skog, 1995,p.12).

⁸ Oferta de Benedetti por la Societé Generalé.

En Italia, la Bolsa de Valores de Milán, emitió en 1971 un código de ética respecto de las ofertas públicas, que no contenía ninguna provisión respecto a las ofertas mandatorias, y fue reemplazado en 1992 por reglas obligatorias (Skog, 1995, pp.12-13). El estatuto de 1992 proveyó que cualquier entidad que intentara adquirir, o hubiese adquirido, un interés controlador en una sociedad listada debía lanzar una OPA. La oferta podía ser parcial, la ley solamente requería que sea extendida por el porcentaje de acciones que podría garantizar el control, y el precio de la oferta podía ser establecido libremente por el adquirente. En 1998 un nuevo y comprehensivo estatuto sobre la regulación de los mercados financieros (llamado Testo Unico della Finanza, (T.U.F)) reformó profundamente las reglas de los *takeovers*. El nuevo enfoque siguió la estructura regulatoria del Reino Unido. En particular, de acuerdo al artículo 106 del T.U.F. cualquier entidad que adquiriera 30% de las acciones con derecho a voto de una sociedad listada debía lanzar una OPA por todas las acciones remanentes. El precio de la oferta no debía ser menor que el promedio entre el precio promedio del mercado en los doce meses precedentes a la adquisición, y el precio más alto pagado por el comprador en el mismo periodo (Venturozzo, 2013, p.146).

En España, hasta la reciente adopción de la Ley 06/2007 que implementó La Directiva, regía un elaborado y complicado sistema que había evolucionado a través de los años. La regulación de 1988 requería que la adquisición o la intención de adquirir un 25% de las acciones con voto de una sociedad listada era suficiente para mandar una OPA. La OPA también se requería en muchos otros casos, entre ellos, cuando un 5% de participación fuese adquirida y con esta propiedad el comprador pudiese designar un número de directores que indicara que ejercía una influencia significativa en el directorio del emisor. España, sin embargo, no aplicaba la compra mandatoria del 100%, en el sentido que la ley solamente requería una oferta parcial (como mínimo por el 10% de las acciones en circulación) (Fernandez-Armesto, 1998, p.39).

Alemania representó por años una excepción en Europa Continental. Fue un oponente a la adopción de La Directiva, su aprehensión era que podría desarrollarse en Europa un campo desigual que podría dejar a las firmas alemanas más vulnerables a las tomas de control de compradores localizados en otros países. A pesar de esta preocupación, aún antes que se aprobara La Directiva, Alemania promulgó una nueva ley de adquisiciones del control en 2002 (conocida por su sigla WpUg), de acuerdo a las nuevas reglas, la adquisición de un 30% de participación, en la ausencia de un controlador diferente *de facto*, debería gatillar una oferta

mandatoria por todas las acciones remanentes (Venturozzo, 2013, p. 147-148), a un precio no menor que el precio más alto pagado por el oferente por las acciones durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta (Goergen et. al., 2005, p.260).

Polonia también es un caso interesante, el legislador introdujo la MBR a comienzos de los 1990s, siguiendo los patrones delineados por el borrador de La Directiva de 1989, y la regulación de Francia y Bélgica. La prematura introducción de la MBR se reflejó en una exagerada implementación de la versión más rígida de las ofertas de compra conocida en la UE. Primero, la *Polish Securities Law* adoptó el umbral europeo más bajo, gatillando la obligación de lanzar la oferta una vez alcanzados por el comprador el 33% de los votos. Segundo, la regla aplicó independiente de si el comprador hubiese hecho la adquisición a un precio por encima o no del mercado. Tercero, la nueva obligación aplicaba a cada compra consecutiva de acciones por encima del 33% (por ejemplo, un incremento del 33% al 34%) aunque no se produjese ningún cambio de control. Cuarto, la legislación polaca no proveía ninguna excepción al procedimiento de MBR. Quinto, todas las compañías, abiertas o cerradas, estaban sujetas a esta regla. La *Polish Securities Law* fue enmendada en 1999. El umbral que activa la OPA fue incrementado a un mínimo de 50% de los votos en la compañía objetivo, y se introdujeron un número de excepciones. (Soltysínki, 2004, p.298-299).

Dinamarca introdujo una recomendación general en 1979, como parte del Código de Ética de la *Copenhagen Stock Exchange*. Estas nuevas reglas entraron en vigor en 1988, la provisión fue formulada como un requerimiento “en conexión con transacciones que directa o indirectamente resulten en una transferencia de una participación que legalmente o en los hechos provea control de una compañía listada, el adquirente debe dar a los demás accionistas la oportunidad de vender su acciones en idénticos términos” (Skog, 1995, p. 13).

Uno de los países grandes de la UE que no tenía una regulación sobre MBR en el periodo anterior a La Directiva era Holanda. Las ofertas públicas en Holanda eran reguladas por el llamado *Merger Code* establecido por el *Social and Economical Council* a inicios de los 1970s (Skog, 1995, p. 13).

Entre las naciones europeas pertenecientes al *European Free Trade Association* (EFTA), Finlandia y Noruega adoptaron la MBR tempranamente en 1989 y 1990, respectivamente. En Noruega, una forma de MBR fue adoptada en el Oslo Stock Exchange en 1984. Esta regla fue

incorporada en 1990 en la legislación noruega e indica, que cualquiera, que a través de una adquisición, obtenga como mínimo un 45% del total de votos de una compañía listada debe extender una OPA a todos los accionistas remanentes. El precio ofrecido debe ser como mínimo el precio más alto pagado por el adquirente durante los seis meses precedentes a la oferta, o el precio pagado en la oferta, el que fuera más alto (Skog, 1995, p. 14).

En Finlandia, se introdujo la MBR en 1989, la regla no se caracteriza como una MBR sino como una redención compulsoria. Indica que cualquiera que adquiriera acciones representando más de $2/3$ de los votos de una compañía listada está obligado a ofrecer comprar las restantes acciones. La redención se debía hacer al “precio actual”, que se considera como el valor promedio de los precios en los dos meses recientes (Skog, 1995, p.14).

Finalmente, Suiza, que no forma parte de los países miembros de la UE, pero si del EFTA incluyó una forma de MBR en el *Takeover Code*, emitido por la Bolsa de Valores en 1989. Ésta requería que cualquier adquisición mayor a la mitad de los derechos de voto en un compañía listada obligara a comprar todas las acciones que le fueran ofrecidas como resultado de dicha adquisición (Skog, 1995,p.14). En 1995 se incorporó la MBR en la primera *Federal Act on Stock Exchange and Securities Trading* (SESTA), que entró en vigor en 1998. Por primera vez el SESTA introdujo reglas estatutorias sobre los *takeovers*, incluyendo la MBR (G. Schnyder y Widmer, 2011, p.111).

Como se resume en la Tabla 1, a fines de la década de los 1990s e inicios de la década del 2000, en lo que hemos llamado el periodo pre-Directiva, todos los países, excepto Holanda, habían adoptado la MBR; sin embargo, el diseño de la regla respecto al umbral que gatillaba la OPA y al precio al cual la oferta debía ser hecha difería entre los diferentes países. Los umbrales variaban entre 30% a 67%, con una mayoría de países teniendo un umbral de 30% (Alemania, Italia, Reino Unido). Además, algunos países demandaban la OPA una vez se llegaba a una situación de “control” sin definir un umbral, como es el caso de Austria, Bélgica y Dinamarca. Mientras otros como España tenían estipulaciones muy complejas que gatillaban una OPA.

Respecto al precio de la oferta mandatoria habían estipulaciones distintas en diferentes estados miembros. Por ejemplo, el Reino Unido y Alemania requerían un precio no menor que el precio más alto pagado por el oferente por las acciones durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta. En Italia, el precio de la oferta no debía ser menor que el promedio entre el precio

promedio del mercado en los doce meses precedentes a la adquisición y el precio más alto pagado por el comprador en el mismo periodo, mientras en Suiza podía ser igual al 75% del precio de mercado más alto anterior a la oferta (Goergen et. al., 2005, p.260).

En suma, las regulaciones nacionales dentro de la UE antes de la implementación de La Directiva habían convergido gradualmente hacia la MBR.

3.2. La Directiva en torno a las Ofertas Públicas de Adquisición

Después de muchos años de debate, el 2 de Abril de 2004 la UE aprobó la “Directiva en torno a Ofertas Públicas de Adquisición”, que estableció requerimientos generales respecto a la ejecución de las adquisiciones del control, entre otros, ella obliga a cualquier persona natural o jurídica que como resultado de una adquisición, por su parte o por la de personas que actúen en concierto con ella, haya traspasado determinado umbral de derechos de voto (definido por cada estado miembro) a hacer una oferta a todos los accionistas minoritarios a un precio equitativo. La oferta obligatoria no es aplicable cuando el control se haya adquirido a través de una oferta voluntaria presentada a todos los accionistas de la empresa objetivo. El precio equitativo se define como el precio más alto pagado por el oferente por las mismas acciones durante los seis o doce meses anteriores a la oferta^{9,10}.

La Directiva también establece que posterior a una oferta mandatoria, los tenedores de acciones remanentes tienen el derecho a exigir al oferente comprar sus acciones (*right to sell-out* ó compra forzosa) si el porcentaje de acciones con derecho a voto en manos de este último excediese el 90%, y en cualquier caso, los países miembros deben dictar disposiciones para que el precio sea justo¹¹. Asimismo, se contempla el derecho del oferente a requerir que los tenedores de acciones remanentes le vendan sus acciones (*right to squeeze-out* ó venta forzosa) a un precio justo al pasar el umbral de propiedad del 90%¹². Además, La Directiva establece disposiciones

⁹ Artículo 5, Apartado 4 de La Directiva.

¹⁰ El mismo Apartado 4 establece que siempre y cuando se respeten los principios generales, los estados miembros podrán autorizar excepciones al referido precio equitativo, y podrán elaborar una serie de circunstancias en las que el precio podrá ser modificado al alza o a la baja, por ejemplo, en caso que el precio más elevado se haya fijado por acuerdo entre el comprador y un vendedor, de que los precios del mercado de valores se hayan manipulado, entre otras.

¹¹ Artículo 16 de La Directiva.

¹² Artículo 15 de La Directiva.

opcionales destinadas a limitar el uso de medidas defensivas que pudieran impedir el éxito de la oferta (neutralidad del directorio y *breakthrough rule*) y reconoce la necesidad de proteger a los empleados de la empresa objetivo a través del derecho a la información y el derecho a emitir su opinión.

3.3. Implementación de Directiva en los países miembros

El estudio externo sobre la aplicación de La Directiva conducido a favor de la Comisión Europea (en adelante el “Estudio Externo”)¹³ señala que hasta 2008 La Directiva se había transpuesto en las leyes de los países miembros de la UE. En el año 2005 en Polonia y Rumania. En 2006 en Austria, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Hungría, Irlanda, Luxemburgo, Portugal, Suecia, y Reino Unido. Durante 2007 en Bélgica, Chipre, Italia, Holanda, Noruega, Eslovaquia y España. En 2008, en Republica Checa y Estonia. Después de la aplicación de La Directiva, la mayoría de los países miembros, han incorporado en sus regulaciones un umbral que varía entre 30% y 33% de la propiedad. Un porcentaje mayor de 50% se requiere en Bulgaria. La legislación de Finlandia hasta el 2006 establecía un alto umbral del 67% que fue bajado al 30% actualmente vigente, en línea con los demás países europeos.

En relación al periodo relevante para la determinación del “precio justo de la oferta”, algunos estados miembros, (por ejemplo, UK, Italia, Bélgica, Irlanda, España, Francia, Rumania y Austria) se refieren a un periodo de 12 meses, mientras una minoría de estados miembros (Finlandia, Grecia y Portugal) se refieren a un periodo de 6 meses.

El efecto de las provisiones de la MBR y las reglas de *squeeze-out* y *sell-out* en los diferentes estados miembros de la UE destacados en el Estudio Externo se presenta en la Tabla 2. Entre los países donde La Directiva introdujo cambios significativos en la regulación de la MBR se encuentran: Alemania, Holanda, Grecia, Polonia y España. La regla de oferta mandatoria fue adoptada en Alemania en 2001, antes de la promulgación de La Directiva; sin embargo, se hizo en vista a su futura transposición. En Holanda, la MBR fue una nueva regla introducida por La Directiva. En Polonia y en Grecia, la MBR no fue un elemento nuevo, pero ambos países revisaron significativamente su regulación, e introdujeron las reglas *squeeze-out* y *right-out*. España cambió el umbral de 50% a 30% e introdujo las reglas del *squeeze-out* y *right-out*. Entre

¹³ Marcus Partners en conjunto con el Centre for European Studies (CEPS), presentaron su estudio “The Takeover Bid Assessment Report (MARKT/2010/10/F). Disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm

los países que tuvieron algunos cambios se encuentran Bélgica y Finlandia, en el primero se modificó el umbral de la oferta mandatoria de “control” a 30%, y en el segundo el umbral se modificó de 2/3 a 30% (y 50%).

El Reporte 2012 de la Comisión¹⁴ sugiere que existen algunas lagunas en las que no se ha llegado a la armonización buscada. Primero el concepto de “actuación conjunta” debe ser clarificado a nivel de los estados miembros para brindar mayor certidumbre legal a los inversionistas de hasta qué punto pueden actuar cooperativamente sin ser catalogados como “actuando en concierto” y obligados a lanzar una oferta mandatoria. Segundo, hay una amplia variedad de excepciones nacionales a la MBR y no está claro si en éstas el principio general de protección a los accionistas minoritarios requerido por La Directiva se está respetando. Las excepciones más comunes son las ofertas voluntarias, transacciones específicas (como incrementos de capital o fusiones), pactos de actuación conjunta sin adquisición, ausencia de cambios de control reales, y compañías que están en dificultades financieras. Tercero, la excepción a la MBR prevista en La Directiva, cuando el control se adquiere a través de una oferta voluntaria por todas las acciones de la compañía, ha creado la posibilidad para los oferentes de evitar la regla de compra mandatoria, al adquirir una participación cercana al umbral que activa una OPA y luego lanzando una oferta por un precio menor. Cuarto, los ajustes de precios permitidos en un gran número de estados miembros. Mientras algunos países los permiten en limitados casos, otros otorgan un poder discrecional a las autoridades supervisoras.

La experiencia de la Unión Europea tras el cambio a la MBR en 2004 ha generado posiciones controvertidas (H. De la Bruslerie, 2013). Han aparecido argumentos en contra y a favor. En general, sus críticos enfatizan el potencial de la regla para prevenir transacciones generadoras de valor, principalmente cuando los beneficios privados son altos, como es el caso de la mayoría de los países europeos. También se aduce que genera incentivos para concentrar la propiedad como una manera de evitar la contestabilidad del control a través de una oferta hostil (que resultara menos costosa para un potencial comprador que adquirir el control en una oferta amistosa. Mientras que sus defensores mencionan que las ventajas de la EOR en términos de bloquear transferencias ineficientes del control que perjudican a los accionistas minoritarios superan a sus

¹⁴ Report from the Commission to the European Parliament, The Council, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids. (2012), p. 9,10. Disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf.

costos. (ver esta discusión en Schuster, 2010, 2013, Sepe, 2010; y Enriques, 2012, McCahery y Vermeulen, 2010, Venturozzo, 2014)

Aunque hay un consenso amplio de que un enfoque coherente era necesario para la regulación de los *takeovers* en la UE, aquellos que proponen cambios a La Directiva consideran que una revisión es necesaria para hacerla menos fácil de evadir y crear nuevas provisiones que hagan el control más contestable (McCahery y Vermeulen, 2012, p13).

4. Estimación de los Beneficios Privados del Control

Para poder estimar los beneficios privados del control en presencia de regímenes alternativos de regulación de tomas de control entre países y a lo largo del tiempo para países específicos, es necesario disponer de una metodología que tenga la flexibilidad suficiente y que permita “estimar” estos beneficios de forma consistente a través de ellas.

Partiendo de las condiciones de transferencia y el proceso de negociación del precio de la oferta, JPR (2013) llegan a la siguiente fórmula general de estimación de los BPC, que llamamos *Standardized OPA Premium*:

$$SOP = \frac{(q/n)(1 + \lambda(m/k))(p - Y_b)k}{Y_b} \frac{1}{n} + (1 - \lambda) \frac{(Y_b - Y_s)k}{Y_b} \frac{1}{n} \quad (4.1)$$

Donde n es el número de acciones en circulación, q representa el número de acciones adquiridas en una oferta a prorrata, k es el bloque acciones que tiende el controlador, m es el número de acciones que tienden los accionistas minoritarios, p el precio de la oferta y λ el poder de negociación del vendedor. Notar que si la OPA es por el 100% de las acciones, el ratio q/n será igual a 1,0 y se llega a una expresión correspondiente al caso de la MBR. Esta formulación permite acomodar también la posibilidad de transferencias de control realizadas en forma privada entre un controlador incumbente y un potencial comprador. Si sólo participara en la transacción el o los accionistas controladores, como es el caso de una negociación privada, m/k será igual a cero, y se llega a la fórmula para el *Standardized Block Premium* de Dyck y Zingales (2004).

$$SBP = \frac{(p - Y_b)k}{Y_b} \frac{1}{n} + (1 - \lambda) \frac{(Y_b - Y_s)k}{Y_b} \frac{1}{n} \quad (4.2)$$

La expresión (4.1) es nuestro punto de partida ya que nos permite estimar los BPC tanto bajo un esquema de regla de mercado como de igualdad de oportunidades.

4.1. Medición de los Beneficios Privados del Control

Para estimar los beneficios privados del control seguimos la metodología propuesta en JPR (2015) basada en la fórmula (4.1) y ajustamos en cambio en precio post-pre transacción por el retorno del mercado accionario local en moneda doméstica.

Para cada transacción tenemos:

$$SBP|SOP = \frac{(q/n)(1 + \lambda(m/k))(p - p_{pD})k}{p_{pD}n} + (1 - \lambda)Delta_{price} \frac{k}{n} \quad (4.3)$$

Nuestra medición del premio por control utiliza el precio de mercado de la acción bajo el nuevo controlador, p_{pD} . El cual en el caso de negociaciones privadas este precio corresponde al precio post anuncio de la transacción, mientras que en el caso de OPAs el precio post transacción corresponde al precio después del término de la OPA. En aquellos casos en los que el nuevo controlador lanzó una OPA residual posterior a la OPA que le dio el control, ya sea por obligación o por decisión propia, el precio de mercado posterior que usamos en la medición es el precio después de la OPA residual.

Para reducir el impacto que podría tener en nuestra medida el impacto de shocks idiosincráticos de liquidez, seguimos a Nicodano y Sembenelli (2004) y medimos el precio bajo de mercado bajo el nuevo controlador como el precio de mercado promedio durante los 10 días posteriores al término del evento. Análogamente, el precio de mercado pre-evento lo estimamos como el precio promedio durante los 10 días previos a una ventana de 30 días antes del anuncio de una negociación privada o el comienzo de una OPA respectivamente.

En nuestra muestra definimos el cambio de control utilizamos un umbral de propiedad común para todos los países y períodos. Los resultados que presentamos consideran una muestra de transacciones de bloques accionarios y ofertas públicas de adquisición en las que el “nuevo” controlador alcanza un porcentaje de propiedad de al menos un 30%, en las que la transacción

con la que se cruza el umbral de 30% haya sido por al menos un 10% de las acciones de la empresa¹⁵.

La Tabla 3 presenta nuestra medición de los beneficios privados del control para la muestra. Bajo el supuesto de que el controlador incumbente tiene todo el poder de negociación, en promedio los BPC son de un 0.94% en la muestra completa, este valor es estadísticamente indistinguible de cero. Supuestos de poder de negociación del incumbente más bajos llevan a una estimación promedio de los BPC algo más elevada. El panel inferior de la Tabla 3 calcula los BPC usa el parámetro de poder de negociación estimado por Dyck y Zingales de 0.655 y muestra niveles estimados de BPC algo mayores.

5. Beneficios Privados del Control y Regulación de Tomas de Control

El principal objetivo de este estudio es identificar la magnitud del impacto de cambios en la regulación de tomas de control desde la regla de mercado a la regla de igualdad de oportunidades. Para esto nuestro análisis se basa en la comparación de los BPC estimados bajo distintas reglas de transferencia de control.

5.1. Pre y Post MBR

Junto con la estimación de los BPC para la muestra completa, la Tabla 3 presenta los BPC para transacciones ocurridas antes de la entrada en vigencia de una MBR y post su entrada en vigencia. Este análisis univariado muestra que, consistente con nuestra hipótesis, si el asumimos que el incumbente tienen todo el poder de negociación, entonces nuestra estimación de BPC cae desde un 3.15% del valor del patrimonio a un 0.04% en promedio cuando comparamos las transacciones que ocurrieron en el periodo pre MBR con el periodo post MBR. Esta caída promedio de 3.11% de los BPC post introducción de la MBR es estadísticamente significativa al 5%.

¹⁵ En revisiones futuras del trabajo analizaremos la robustez de los resultados a estos supuestos. Por ejemplo en Dyck y Zingales el umbral de control es de un 20%. Bajar el umbral aumenta significativamente el tamaño de la muestra pero requiere que revisemos una a una las transacciones ya que los precios, monedas, secuencia de transacciones usada para tomar el control, y propiedad del controlador incumbente no están disponibles para todas las transacciones, y adicionalmente en ocasiones la información de Datastream tiene errores y omisiones importantes.

5.2. Pre y Post “Takeover Directive”

En la Tabla 4 presentamos un análisis univariado análogo al de la Tabla 3 y comparamos los BPC estimados para grupos de transacciones agrupados según la entrada o no en vigencia de la “Takeover Directive” en el país de la empresa cuyo control cambio en la transacción. En promedio, los BPC estimados antes de la entrada en vigencia de la directiva son 0.34% del patrimonio e indistinguibles de cero. Si nos limitamos a transacciones ocurridas bajo MBR observamos que los BPC estimados bajo MBR, vemos que en el periodo Pre Directiva son en promedio un -1.77% del patrimonio, mientras que en el periodo Post Directiva son en promedio un 2.18% del patrimonio. La diferencia de 3.95% entre ambos promedios indica que los BPC estimados para las transacciones Post Directiva fueron significativamente mayores que en el periodo previo bajo MBR.

5.3. Análisis Multivariado

Por último, completamos el análisis de las Tablas 3 y 4 con un análisis de regresión en el que controlamos por algunas características de la empresa cuyo control cambio de manos y algunas características adicionales de la transacción. La Tabla 5 presenta los resultados de la siguiente regresión:

$$BPC_i = \beta_0 + \beta_1 MBR + \beta_2 Directiva + \beta_4 Z_i + \varepsilon_i$$

Esta especificación nos permite medir la diferencia en los BPC promedio bajo las distintas regulaciones, controlando por algunas variables que pueden estar relacionadas con los BPC. El set de variables de control y su construcción se detalla en el Anexo 1.

Nuestros resultados muestran que los controles de características de la empresa target del cambio de control explican muy poco de la variación en los BPC estimados en nuestra muestra. Ninguno de estos controles (Leverage, Tangibilidad de activos, Margen neto, Margen operacional, o Tamaño del target) es significativo. Tampoco el tamaño del bloque adquirido por el nuevo controlador está relacionado con los BPC.

El único control adicional que explica parte importante de la variación en BPC es el país de la empresa target. Las columnas (2) y (4) de la Tabla 5 agregar como variables explicativas un set completo de efectos fijo país al set de controles, y su inclusión aumenta el porcentaje de la variación en los BPC explicada en un 20-24%. Nuestros resultados son silenciosos sobre los

aspectos específicos de las diferencias entre países que capturan estos efectos país, pero si nos dicen que incluso al controlar por el país del target, la variación en la regulación de tomas de control explica en forma adicional diferencias en los BPC.

Los resultados de la columna (2) nos dicen que la implementación de una MBR van acompañados de BPC un 4.67% menores como fracción del patrimonio que cuando las transacciones ocurren en un contexto de regla de mercado. En la columna (4) incorporamos adicionalmente un indicador de implementación de La Directiva de Tomas de Control y encontramos que el coeficiente en el indicador de MBR se hace aún más negativo, mientras que la implementación de la Directiva está asociada a mayores BPC en las transacciones de cambio de control. Como la directiva requiere una MBR, lo que observamos es que en aquellos países que implementaron una MBR antes de que fuera requerida por la Directiva es donde se observa la mayor diferencia entre los BPC pre y post MBR, siendo en este último caso un 7.28% menores.

A priori esperábamos encontrar un efecto adicional de la Directiva en la reducción de los BPC por lo que el resultado anterior es algo contra-intuitivo. Como nuestra muestra está limitada a transacciones de control que efectivamente ocurren, es posible que cambios en la composición de países de las empresas target pueda explicar este resultado. En revisiones posteriores tendremos que ver formas de abordar esta potencial limitación.

6. Conclusión

En este estudio estimamos la relación entre las reglas de transferencias de control y los beneficios privados del control. La diferencia entre el precio pagado por el nuevo controlador y los precios bajo el controlador anterior y post cambio de control permiten inferir en cuanto valoraría el nuevo controlador el control de la empresa.

Aplicamos el modelo para la estimación de los beneficios privados del control propuesto en Jurfest, Paredes y Riutort (2015) a una muestra de transferencia de control de empresas de 14 países de Europa en el periodo 1985-2014 y analizamos el nivel de BPC bajo distintas regulaciones. Aprovechamos la implementación escalonada de “mandatory bid rules” en los distintos países y adicionalmente vemos el efecto adicional de la “Takeover Directive” en los BPC.

Nuestros resultados indican que la implementación de la mandatory bid rule en Europa está asociada a BPC un 4% menores como porcentaje del patrimonio, pero que esta diferencia es mayor para las transacciones ocurridas en forma previa a la Takeover Directive.

Bibliografia

- Adams, Renée, and Daniel Ferreira. 2008. "One Share-One Vote: The Empirical Evidence." *Review of Finance* 12(1):51–91.
- Albuquerque, Rui, and Enrique Schroth. 2010. "Quantifying Private Benefits of Control from a Structural Model of Block Trades." *Journal of Financial Economics* 96(1):33–55.
- Barclay, Michael J., and Clifford G. Holderness. 1989. "Private Benefits from Control of Public Corporations." *Journal of Financial Economics* 25, no. 2:371–95.
- Bebchuk, Lucian Arye. 1994. "Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control." *The Quarterly Journal of Economics* 109, no. 4:957–93.
- Bebchuk, Lucian Arye. 1999. "A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control." *NBER Working Paper Series* no. 7203. Disponible en <http://www.nber.org/papers/w7203>.
- Benos, Evangelos, and Michael S. Weisbach. 2004. "Private Benefits and Cross-Listings in the United States." *Emerging Markets Review* 5:217–40.
- Berglöf, Erik, and Mike Burkart. 2003. "European Takeover Regulation." *Economic Policy* 18(36):171–213.
- Bradley, Michael. 1980. "Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control." *Journal of Business* 53(4):345–76.
- Burkart, Mike, Denis Gromb, and Fausto Panunzi. 1998. "Why Higher Takeover Premia Protect Minority Shareholders." *Journal of political Economy* 106(1):172–204.
- Burkart, Mike, Denis Gromb, and Fausto Panunzi. 2000. "Agency Conflicts in Public and Negotiated Transfers of Corporate Control." *The Journal of Finance* 55(2):647–77.
- Burkart, Mike, and Samuel Lee. 2008. "One Share - One Vote: The Theory." *Review of Finance* 12:1–49.
- Burkart, Mike, and Denis Gromb. 2014. "Legal Investor Protection and Takeovers." *The Journal of Finance* 69(3):1129–65.
- Carvalho da Silva, Andre, and Avanidhar Subrahmanyam. 2007. "Dual-Class Premium, Corporate Governance, and the Mandatory Bid Rule: Evidence from the Brazilian Stock Market." *Journal of Corporate Finance* 13(1):1–24.
- Chowdhry, Bhagwan, and Narasimhan Jedadeesh. 1994. "Pre-Tender Offer Share Acquisition Strategy in Takeovers." *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29(1):117–29.
- Cox, Steven R., and Dianne M. Roden. 2002. "The Source of Value of Voting Rights and Related Dividend Promises." *Journal of Corporate Finance* 8:337–51.
- De La Bruslerie, Hubert. 2013. "Equal Opportunity Rule vs. Market Rule in Transfer of Control: How Can Private Benefits Help to Provide an Answer?" *Journal of Corporate Finance* 23:88–107.
- Doidge, Craig. 2004. "U.S. Cross-Listings and the Private Benefits of Control: Evidence from Dual-Class Firms." *Journal of Financial Economics* 72:519–53.

- Doidge, Craig, G. Andrew Karolyi, and René Stulz. 2010. “Why Do Foreign Firms Leave U . S . Equity Markets ?” *The Journal of Finance*, 65, no. 4:1507–53.
- Dyck, Alexander, and Luigi Zingales. 2004. “Private Benefits of Control: An International Comparison.” *The Journal of Finance* 59(2):537–600.
- Enriques, Lucas. 2012. “The mandatory bid rule in the takeover directive: harmonization without foundation?.” *European Company Financial Law Review* 14:440-457.
- Fernández-Armesto, Juan. 1998. “Las OPAS y el mercado del control empresarial”. *Revista de Derecho Mercantil*, España, No. 227: 37-50.
- Goergen, Marc, Marina Martynova, and Luc Renneboog. 2005. “Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation Reforms in Europe.” *Oxford Review of Economic Policy* 21(2):243–68.
- Grant, Jeremy, Tom Kirchmaier and Jodie A. Kirshner (2009). “Financial Tunnelling and the Mandatory Bid Rule”. *European Business Organization Law Review* / Volume 10 / Issue 02 / June 2009, pp 233 - 253
- Grossman, Sanford J., and Oliver D. Hart. 1980. “Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation.” *The Bell Journal of Economics* 11(1):42–64.
- Grossman, Sanford J., and Oliver D. Hart. 1988. “One Share-One Vote and the Market for Corporate Control.” *Journal of Financial Economics* 20:175–202.
- Harris, Milton, and Artur Raviv. 1988. “Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules.” *Journal of Financial Economics* 20:203–35.
- Jurfest, Sonia P., Ricardo Paredes and Julio Riutort. 2015. “Control Premium and Corporate Regulatory Changes: Theory and Evidence.” *The Developing Economies*, forthcoming.
- Kahan, Marcel. 1993. “Sales of Corporate Control.” *Journal of Law, Economics, & Organization* 9(2):368–79.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer. 1999. “Corporate Ownership around the World.” *The Journal of Finance* 54(2):471–517.
- Lease, Ronald C., John J. McConnell, and Wayne H. Mikkelson. 1983. “The Market Value of Control in Publicly-Traded Corporations.” *Journal of Financial Economics* 11:439–71.
- Marccus Partners y Centre for European Studies (CEPS) (2010). “The Takeover Bid Assesment Report MARKET/2010/10/F). Disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm
- Massari, Mario, Vittorio Monge, and Laura Zanetti. 2006. “Control Premium in Legally Constrained Markets for Corporate Control: The Italian Case (1993–2003)*.” *Journal of Management & Governance* 10(1):77–110.
- McCahery, Joseph, and Erik P.M. Vermeulen. 2010. “Does the Takeover Bids Directive Need Revision?” *TILEC Discussion Paper* 1–17.
- Nenova, Tatiana. 2003. “The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis.” *Journal of Financial Economics* 68(3):325–51.
- Nenova, Tatiana. 2006. “Control Values and Changes in Corporate Law in Brazil.” *Latin American Business Review* 6(3):1–37.).

- Nenova, T. 2006a. Takeover Laws and Financial Development. World Bank Policy Research Working Paper 4029. Disponible en <http://www-wds.worldbank.org>.
- Nicodano, Giovanna, and Alessandro Sembenelli. 2004. "Private Benefits, Block Transaction Premiums and Ownership Structure." *International Review of Financial Analysis* 13:227–44.
- Papadopoulos, Thomas. 2007. "Mandatory Provisions of the EU Takeover Bid Directive and Their Deficiencies, The." *Law & Financial Markets Review* (November):525–34.
- Papadopoulos, Thomas. 2013. "Acquisition of Corporate Control and Clear Criteria in the Adjustment of the Mandatory Bid Price." *Law and Financial Markets Review* 7(2):97–106.
- Sapnoti K. Eswar. 2013. "Has Take-over regulation altered value creation in the european M&A market". *Working paper; London Business School*. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=2399484>.
- G. Schnyder y Widmer (2011). Swiss Corporate Governance, en Switzerland in Europe: Continuity and Change in the Swiss Political Economy, edited by Christine Trampusch, André Mach
- Schuster, Edmund-Philipp. 2010. "Efficiency in Private Control Sales—the Case for Mandatory Bids." *LSE Law, Society and Economy Working Papers 08/2010* 1–27. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=1610259>.
- Schuster, Edmund-Philipp. 2013. "The Mandatory Bid Rule: Efficient, After All?" *The Modern Law Review* 76(3):529–63.
- Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny. 1986. "Large Shareholders and Corporate Control." *The Journal of Political Economy* 94(3):461–88.
- Stanislaw Soltysinki (2004). Law and Governance in an Enlarged European Union, en George A. Bermann, Katharina Pistor. Hart Publishing.
- Skog, Rolf. 1995. "Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? A Critical Analysis." *Juristförlaget, Stockholm*. 1–23. Disponible en <http://www.suerf.org/download/studies/study2.pdf>.
- Soderquish, Larry D. 2003. "Understanding the Securities Laws". Practising Law Institute, Fourth Edition.
- Venturozzo, Marco. 2013. "Takeover Regulations as a Wolf in Sheep's Clothing: Taking U.K: Rules to Continental Europe." *Journal of Business Law* 11:135–73. Retrieved (<http://scholarship.law.upenn.edu/jbl/vol11/iss1/4>).
- Zingales, Luigi. 1994. "The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience." *Review of financial Studies* 7(1):125–48.

Normas citadas

Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids, OJ L 142/12 of 30.03.2004. Disponible en:
http://ec.europa.eu/internal_market/company/official/index_en.htm

City Code On Takeover and Mergers. Disponible en <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>

Tabla 1. Regulación de la MBR en la UE en el periodo anterior y posterior a la implementación de La Directiva 2004/25/EC “The Takeover Directive”

País	La Ley requiere una MBR	Principales Leyes y Regulaciones vigentes que aplican a las tomas de control post-Directiva	Año de transposición de La Directiva	Umbral de derechos de voto que gatilla una MBR post-Directiva	Legislación (L) o Regulación (R) de la MBR previa a La Directiva	Umbral de derechos de voto que gatilla una MBR pre-Directiva	Principales Leyes y Regulaciones que aplican a las tomas de control pre-Directiva	“Soft Laws” en el inicio
Austria	S	Takeover Act (TA), enmendado en el 2006 Takeover Amendment Act	2006	30%	1999 (L)	control	Legislación 1998 Takeover Act	n.a.
Bélgica	S	Belgian Companies' Code (BCC), Takeover Law 2007	2007	30%	1989 (L)	control	Offres Publiques d'acquisition, 1989	"Soft law" de 1964 , " Soft law" 1970s: 'control'
Dinamarca	S	Executive Order no. 416/2006	2006	33%	1988 (L)	control	Danish Public Companies Act, Danish Financial Statements Act, Danish Securities Trading Act	Auto regulación 1979, enmendada 1988
Finlandia	S	Enmiendas de la Finish Securities Market Act (SMA), 2006	2006	30%	1989 (L)	66.66%	Securities Markets Act (SMA), Standard 5.2c on takeover bids, Companies Act, Takeover Recommendation	n.a.
Francia	S	Ley no. 2005-842 del 26 de julio de 2005 (Loi Breton), Ley no. 2006-387 del 31/03/2006 (Takeover Act)	2006	30% (hasta 2011: 33%)	1992 (L)	33% y 50% en ciertas ocasiones	Ley 1989-531 , enmienda de 1992, General Regulation de la AMF's (Autorité des Marchés Financiers).	Auto-regulación rudimentaria a inicios de los 1970.
Alemania	S	Implementation Act del 14 de julio de 2006	2006	30%	2002 (L)	30%	The Takeover Act 2002 (WpUG)	Código voluntario de 1995, enmienda al código voluntario en 1997: 'control'
Grecia	S	Ley 3461/2006	2006	33%	2002 (R)	50%	Resolución 2/258/5.12.2002 de la CMC (the Tender Offer Resolution)	n.a.

País	La Ley requiere una MBR	Principales Leyes y Regulaciones vigentes que aplican a las tomas de control post-Directiva	Año de transposición de La Directiva	Umbral de derechos de voto que gatilla una MBR post-Directiva	Legislación (L) o Regulación (R) de la MBR previa a La Directiva	Umbral de derechos de voto que gatilla una MBR pre-Directiva	Principales Leyes y Regulaciones que aplican a las tomas de control pre-Directiva	"Soft Laws" en el inicio
Italia	S	Decreto Ley No. 229 del 28 de diciembre de 2007	2007	30%	1998 (L)	30%	Decreto Ley N° 58 de 1998 (llamado Texto Unico della Finanza (T.U.F.), Ley 149/1998 "Draghi Reform", Regulación del CONSOB 11971 de 1999, revisada en 2011.	Auto-regulación en 1971, Legislación 1988, Legislación 1992:'control'
Holanda	S	The Financial Supervision Act, The Public Offer Decree, The Offer Rules	2007	30%	ninguna	ninguna	ninguna	Auto-regulación (principalmente sobre fusiones) a inicios de los 70s
Noruega	S	Chapter 6 of Norwegian Securities Regulations, Chapter 6 of the Norwegian Securities Trading Act	n.a.	33%	1990 (L)	45%	n.a.	Auto-regulación 1984
Polonia	S	Act on Public Offerings, Conditions Governing the Introduction of Financial Instruments to Organized Trading, and Public Companies del 29 Julio de 2005	2005	33%	1999	33% a inicios de los 1990s. 50% en 1999	Polish Securities Law	n.a.
España	S	Ley 6/2007 del 13 de agosto de 2007 y Decreto Real 1066/2007	2007	30%	1988 (L)	25% y 50% (la primera gatilla una oferta mínimo por 10%, la segunda oferta por el 100%), hay rangos intermedios, muy compleja	Ley. 24/1988 del Mercado de Valores de 28 de Julio de 1988, Decreto Real 1197 de 1991	n.a.

País	La Ley requiere una MBR	Principales Leyes y Regulaciones vigentes que aplican a las tomas de control post-Directiva	Año de transposición de La Directiva	Umbral de derechos de voto que gatilla una MBR post-Directiva	Legislación (L) o Regulación (R) de la MBR previa a La Directiva	Umbral de derechos de voto que gatilla una MBR pre-Directiva	Principales Leyes y Regulaciones que aplican a las tomas de control pre-Directiva	“Soft Laws” en el inicio
Suecia	S	Swedish Act on Takeover Bids (Takeover Act) del 1 de Julio de 2006 (Sw.Lag 2006:451)	2006	30%	1999 (R)	40%	Swedish Act on Public Takeover Bids (LUA)	Auto-regulación 1971
Suiza	S	SESTA Federal Takeover Board	No aplica	33%	1989 (R)	50%	Federal Act on Stock Exchanges and Securities Trading (SESTA), The Takeover Ordinance (TOO)	n.a.
Reino Unido	S	UK City Code	2006	30%	1974 (R)	30%, en 1972:40%	The City Code on Takeovers and Mergers (Code)	Auto-regulación 1968

Fuente: Elaboración propia a partir de diversas fuentes, entre ellas: De La Bruslerie (2013), Berglof y Burkart (2003), Dyck y Zingales (2004), Fernández-Armesto (1998), Goergen, et al. (2005), Nenova (2006a), Skog, R. (1995). Eswar (2013), Soltysínki (2004), Venturozzo (2013). Leyes de Adquisiciones de los diferentes países, y las páginas web: <http://uk.practicallaw.com>, [http:// www.ibanet.org](http://www.ibanet.org), <http://IFRL.com>.

Tabla 2. Evaluación de los cambios orientados a los accionistas introducidos por La Directiva

	Cambios significativos	Algunos cambios	Ningún cambio
Alemania	Introdujo la MBR, reglas de squeeze-out y sell-out en vista a la transposición de La Directiva.		Hay cambios significativos comparados con la situación anterior a la pre-transposición y no hay cambios significativos desde dicho año (2002)
España	Clarificó la MBR, de un umbral de 50% lo movió a 30%; clarificó la regla de pasividad; introdujo reglas de squeeze-out y sell-out.		
Grecia	La regulación ha sido significativamente revisada. Introdujo reglas de squeeze-out y sell-out.		
Holanda	Introdujo la MBR y regla de <i>sell-out</i> .		
Polonia	Introdujo cambios significativos aclarando la MBR, y reglas de squeeze-out y sell-out.		
Bélgica		Modificó el umbral de la MBR: de “control” a 30%.	
Finlandia		Modificó el umbral de la MBR de 2/3 a 30% (y 50%)	

Fuente: Marcus Partners y Centre for European Studies (CEPS) (2010). “The Takeover Bid Assessment Report MARKT/2010/10/F.”, p. 27.

Tabla 3. Beneficios Privados del Control Pre y Post MBR

Estadísticos descriptivos para los premios por control post transacción: SBP|SOP (BPC) definidos en la ecuación (4.3). El SBP|SOP es calculado bajo distintos supuestos sobre el poder de negociación del controlador incumbente. Se presentan los valores para la muestra completa, y separados según la regulación de tomas de control vigente. La diferencia promedio es la diferencia entre los valores promedio antes y después de la introducción de leyes de igualdad de oportunidades.

$$SBP|SOP = \frac{(q/n)(1 + \lambda(m/k))(p - p_{pD})k}{p_{pD}} + (1 - \lambda)Delta_{price} \frac{k}{n}$$

	Transacciones	Media	SD	25%	50%	75%
Standardized Block Tender Offer Premium (SBP STOP)						
BPC $\lambda = 1$						
Muestra completa	184	0.94	10.02	-1.95	0.39	3.37
Antes de MBR	53	3.15(**)	10.28	-0.53	1.42	4.78
Después de MBR	131	0.04	9.81	-3.36	0.00	2.40
Antes – Después de MBR		3.11(**)				
PBC $\lambda = 0.655$						
Muestra completa	184	2.26(***)	10.45	-1.60	1.81	7.06
Antes de MBR	53	3.59(**)	10.31	-0.65	2.68	7.25
Después de MBR	131	1.72(*)	10.50	-2.86	1.73	6.75
Antes – Después de MBR		1.87				

Estadísticamente distinto de cero al 10%(*), 5%(**) y 1% (***)

Tabla 4. Beneficios Privados del Control Pre y Post Directiva

Estadísticos descriptivos para los premios por control post transacción: SBP|SOP (BPC) definidos en la ecuación (4.3). El SBP|SOP es calculado bajo distintos supuestos sobre el poder de negociación del controlador incumbente. Se presentan los valores para la muestra completa, y separados según la regulación de tomas de control vigente. La diferencia promedio es la diferencia entre los valores promedio antes y después de la introducción de la entrada en vigencia de La Directiva para transacciones ocurridas bajo MBR.

$$SBP|SOP = \frac{(q/n)(1 + \lambda(m/k))(p - p_{pD})k}{p_{pD}} + (1 - \lambda)Delta_{price} \frac{k}{n}$$

	Transacciones	Media	SD	25%	50%	75%
Standardized Block Tender Offer Premium (SBP STOP)						
BPC $\lambda = 1$						
Antes de La Directiva	124	0.34	10.11	-2.14	0.53	3.91
Después de MBR y Antes de La Directiva	71	-1.77	9.52	-6.31	0.00	2.32
Después de MBR y Después de La Directiva	60	2.18(*)	9.78	-1.54	0.00	2.60
Antes – Después de La Directiva		-1.84				
Después de MBR: Antes – Después de La Directiva		-3.95(**)				
PBC $\lambda = 0.655$						
Antes de La Directiva	124	1.22	10.65	-3.07	1.54	5.17
Después de MBR y Antes de La Directiva	71	-0.55	10.63	-4.15	0.48	8.27
Después de MBR y Después de La Directiva	60	4.41(***)	9.75	-0.98	2.33	8.27
Antes – Después de La Directiva		-3.19(**)				
Después de MBR: Antes – Después de La Directiva		-4.96(***)				

Estadísticamente distinto de cero al 10%(*), 5%(**) y 1% (***)

Tabla 5. Regulación de Tomas de Control y BPC

La variable dependiente son los BPC como porcentaje del patrimonio de la empresa, medidos según el modelo para los SBP|SOP de JPR (2015) definidos en la ecuación (4.3). *MBR* es una variable indicador que toma el valor 1 si la transacción ocurrió bajo una regulación de OPA y 0 en otro caso; *Directiva* es una variable indicador que toma el valor de 1 si la transacción ocurrió después de la implementación de La Directiva y 0 en otro caso; *Z* es un vector de variables de control e incluye, Leverage, Tangibilidad, Tamaño, Margen Operacional, Margen Neto (definiciones en Anexo 1). Los resultados se presentan para la muestra completa y divididos según la regulación de transferencias de control vigente.

$$BPC_i = \beta_0 + \beta_1 MBR + \beta_2 Directiva + \beta_4 Z_i + \varepsilon_i$$

	(1) $\lambda=1$	(2) $\lambda=1$	(3) $\lambda=1$	(4) $\lambda=1$
MBR	-2.577 (-1.28)	-4.668 (-1.84)*	-4.215 (-2.07)**	-7.278 (-2.39)**
Directiva			3.857 (2.26)**	4.381 (2.07)**
Bloque Adquirido	0.027 (0.93)	-0.000 (-0.02)	0.032 (1.10)	0.005 (0.16)
Leverage	-2.338 (0.43)	-5.787 (-1.05)	-0.700 (-0.13)	-4.371 (-0.82)
Tangibilidad	-3.805 (-0.98)	-0.021 (-0.01)	-3.179 (-0.82)	0.544 (0.15)
Margen Neto	0.550 (0.66)	0.448 (0.55)	0.548 (0.70)	0.518 (0.68)
Margen Operacional	-0.757 (-0.95)	-0.815 (-1.08)	-0.723 (-0.93)	-0.779 (-1.10)
Ln(Tamaño)	0.587 (1.37)	0.575 (1.19)	0.580 (1.39)	0.563 (1.21)
Constante	-4.388 (-0.69)	-2.95 (-0.42)	-5.163 (-0.82)	-2.918 (-0.42)
Efectos fijo país	No	Sí	No	Sí
Observaciones	183	183	183	183
R ² ajustado	0.05	0.20	0.07	0.31

Estadísticos t calculados con errores estándar robustos en paréntesis.

Estadísticamente significativos al *10%; **5%; ***1%

Anexo 1. Definición de variables y fuentes de información

Variable	Descripción	Fuente
Fecha evento (Date_E)	a) Fecha de anuncio de intención de adquisición para negociaciones privadas. b) Fecha de término para OPAs. c) Cuando hay una OPA residual, la fecha de término de la primera OPA de la secuencia de transacciones relacionadas.	Datastream
Fecha pre-evento (Date_A)	a) Fecha de anuncio – 30 días para transacciones privadas. b) Fecha de inicio de OPA – 30 días para OPAs	Datastream
Offer price (p)	Precio promedio pagado en la transacción de cambio de control	Datastream
Precio post-evento (p_{pD})	Precio promedio en los 10 días posterior a Date_E	Datastream
Precio previo al evento (p_{pA})	Precio promedio en los 10 días antes de Date_A	Datastream
$\alpha = k/n$	% de acciones vendidas por el controlador incumbente (en OPAs a pro rata % acciones del controlador incumbente)	Construcción propia en base a información de Datastream
Factor de pro rateo q/n	% de acciones compradas a pro rata	Construcción propia en base a información de Datastream
m/k	% acciones tendidas por accionistas minoritarios dividido por % de acciones tendidas por el controlador	Construcción propia
Poder de negociación del vendedor (λ)	0 si el comprador tiene todo el poder de negociación, 1 si el controlador incumbente tiene todo el poder de negociación	
Delta _{precio}	Diferencia porcentual entre el precio de mercado post-evento (p_{pD}) y el precio de Mercado pre-evento (p_{pA}) ajustado por el cambio porcentual en el índice de mercado accionario del país de la empresa adquirida (MSCI del país respectivo) durante el período correspondiente.	Construcción propia en base a info de Datastream y MSCI
Premio por acción (PPS)	Definido como $\frac{(p-p_{pD})}{p_{pD}}$	Construcción propia
Ley	1 si el anuncio del cambio de control (para negociaciones privadas) o el comienzo de la OPA, ocurre después de la entrada en vigencia de la MBR en el país, en otro caso es 0	
Tamaño del bloque	Porcentaje de la empresa objetivo comprado por el comprador	Datastream
Leverage	Deuda Total / Activo Total	Worldscope
Tangibilidad	Activo Fijo Neto / Total assets	Worldscope
Tamaño	Activo Total en USD de Diciembre de 2010	Worldscope y FRED
Ln(Tamaño)	Logaritmo natural de Tamaño	Construcción propia
Margen Operacional	Utilidad operacional / Ingresos de Explotación	Worldscope
Margen Neto	Utilidad Neta / Ingresos de Explotación	Worldscope